

学校编码: 10384

学号: 20051402899

分类号_____密级_____

UDC _____

厦门大学

博 士 学 位 论 文

控制权私利、公司效率与金融发展

Private Benefits of Control, Corporate Efficiency and
Financial Development

周 世 成

指导教师姓名: 张亦春 教授

专 业 名 称: 金 融 学

论文提交日期: 2008 年 4 月

论文答辩时间: 2008 年 6 月

学位授予日期: 2008 年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2008 年 4 月

厦门大学学位论文原创性声明

兹呈交的学位论文，是本人在导师指导下独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考的其他个人或集体的研究成果，均在文中以明确方式标明。本人依法享有和承担由此论文产生的权利和责任。

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人完全了解厦门大学有关保留、使用学位论文的规定。厦门大学有权保留并向国家主管部门或其指定机构送交论文的纸质版和电子版，有权将学位论文用于非赢利目的的少量复制并允许论文进入学校图书馆被查阅，有权将学位论文的内容编入有关数据库进行检索，有权将学位论文的标题和摘要汇编出版。保密的学位论文在解密后适用本规定。

本学位论文属于

1、保密（ ），在 年解密后适用本授权书。

2、不保密（ ）

（请在以上相应括号内打“√”）

作者签名：

日期： 年 月 日

导师签名：

日期： 年 月 日

厦门大学博士论文摘要库

论 文 摘 要

上市公司中的代理问题一直受到学界和业界的关注。早先的着眼点主要在管理层和股东之间的利益冲突。进入 1990 年代以来，大股东和小股东之间的利益冲突问题逐渐成为新的焦点。大股东尽管在监督管理层方面具有优势，但是，同时她也具备剥削小股东的能力和动机。控制权私利的存在被认为是大股东剥削小股东的证据，而其规模的大小则成为投资者保护程度的衡量。控制权私利是国际上研究企业代理问题的一个新视角。剖析我国上市公司治理状况，上述两类代理问题也客观存在。国内目前从控制权私利角度进行公司金融研究的文献还比较少，相关的研究还主要停留在引入和介绍国外理论和方法阶段。因此，关于控制权私利的研究，无论是从理论角度还是从实践角度看，都是非常必要的，而且是紧迫的。

本文的研究目的在于从理论和实证角度廓清控制权私利的影响。文章运用大宗股权交易溢价法，采用 1997—2006 年上市公司控制权交易 196 个样本，对我国控制权私利规模进行测度，然后分别通过理论模型分析和实证检验，从微观和宏观两个层面研究控制权私利对公司效率和金融（股票市场）发展的影响。笔者发现我国控制权私利对公司效率和金融（股票市场）发展显著正相关。

本文的创新点首先表现在研究内容上的创新。本文首次对我国上市公司控制权私利与公司效率的关系进行研究，并进一步从宏观层面探索了我国上市公司控制权私利对金融（股票市场）发展的影响。其次是研究方法的创新。既有文献关于控制权私利的研究主要是从微观的公司层面进行的。本文则把微观的上市公司控制权私利和宏观的金融（股票市场）发展联系起来，通过理论模型论证两者的关系，就金融发展理论构建微观基础作了尝试，并实证检验了结论。

关键词：控制权私利；公司效率；金融发展

厦门大学博硕士论文摘要库

ABSTRACTS

Agency problems in public corporates have been a hot issue for a long time. Earlier literatures focus on the conflict between managers and shareholders. From later of 1990s, researchers pay more and more attentions to the agency relationship of the controlling shareholder and minority shareholders. Though controlling shareholders have the advantage of monitoring managers, they are provided with the incentive and capability to expropriate minority shareholders. It is said that the existence of private benefits from control proves the expropriation of controlling shareholders, and the size of private benefits is the measurement of investor protection. Private benefits of control is a new sight for agency problems research. Examining the situation of corporate governance in China, the agency problems mentioned above really exist. There are few literatures of finance in sight of private benefits of control in China, and much issues have not yet be addressed. So researching along the direction has not only academic value but also practical meanings .

This dissertation contributes to study how private benefits of control affect corporate efficiency and financial development. Based on the 196 control transactions between 1997 to 2006 the writer uses the block-trade-premium method to calculate the size of private benefits from control of China listed corporations firstly. Then the writer builds theoretical models to discuss the effects of private benefits from control impacting on corporate efficiency and financial development. The following empirical studies draw the same conclusions with the models. The conclusion of the dissertation is that larger private benefits of control indicate better corporate efficiency and financial development significantly.

The major contributions the dissertation, as well as its innovations, are manifested in the following aspects. Firstly, the dissertation extends the study fields. The existing researches don't address the relations between private benefits of control and corporate efficiency in China. And no paper focuses on how private benefits of control affect financial development within one country. This paper attempts to research in these fields. Secondly, the paper experiments on new research. The writer relate the micro

factor, private benefits of control,with the macro one,financial development.In the dissertation he provides theoretical and emperical research to build the micro base for financial development.

Keywords: private benefits of control; corporate efficiency; financial development

目 录

导 论.....	1
1 控制权以及控制权私利的理论基础.....	8
1.1 有关概念辨析.....	8
1.2 委托代理论和企业理论的不完全合同分析方法.....	10
1.3 所有权分散情形下的所有权与控制权：BERLE-MEANS范式.....	16
1.4 所有权集中情形下的所有权与控制权：LLSV范式.....	20
1.5 本章小结.....	29
2 控制权私利的测度及相关实证研究.....	31
2.1 控制权私利的测度（一）.....	31
2.2 控制权私利的测度（二）.....	39
2.3 影响控制权私利的因素.....	44
2.4 本章小结.....	52
3 中国上市公司制度背景分析.....	53
3.1 我国上市公司所有权结构特征.....	53
3.2 我国上市公司控制权配置特征.....	57
3.3 各类股东的盈利模式及其相应的行为特征.....	59
3.4 我国上市公司控制权市场特征.....	61
3.5 本章小结.....	63
4 我国上市公司控制权私利测度及其影响因素分析.....	64
4.1 控制权私利度量方法评述.....	64
4.2 我国上市公司控制权私利度量.....	67
4.3 我国控制权私利的影响因素.....	74
4.4 本章小结.....	80
5 控制权私利对公司效率的影响：以中国上市公司为例.....	82
5.1 关于控制权私利的价值判断.....	82
5.2 控制权私利的效率分析：一个理论模型.....	86

5.3 控制权私利对公司效率的影响：以中国上市公司为例.....	89
5.4 本章小结	97
6 控制权私利、投资者保护与金融发展	98
6.1 控制权私利、投资者保护与股票市场发展研究概述.....	98
6.2 控制权私利、投资者保护与股票市场发展：一个理论模型	102
6.3 控制权私利与金融（股票市场）发展的实证分析.....	105
6.4 本章小结	109
7 研究结论及政策建议	110
7.1 研究结论	110
7.2 政策建议	111
7.3 研究的局限性和未来的研究方向	114
参考文献.....	115
后 记.....	122

CONTENTS

Introduction	1
Chapter 1 Theoretical base of control and private benefits of control	8
§ 1.Definitions of some concerned terms	8
§ 2.Principal-agency theory and incomplete contract approach in the theory of the firm.....	10
§ 3.Ownership and control in diffuse ownership:Berle-Means hypothesis	16
§ 4.Ownership and control in concentrated ownership:LLSV hypothesis.....	20
§ 5.Summary	29
Chapter 2 Measurements of private benefits of control and concerned emperical researches.....	31
§ 1.Measurements of private benefits of control:Part one	31
§ 2.Measurements of private benefits of control:Part two	39
§ 3.Factors affecting private benefits of control	44
§ 4.Summary	52
Chapter 3 Institutional background of listed corporations in China.....	53
§ 1.Ownership structures of China's listed corporations	53
§ 2.Chraacteristics of control arrangements of China's listed corporations	57
§ 3.How the shareholders make gains and their corresponding conductions	59
§ 4.Chraacteristics of the control markets in China.....	61
§ 5.Summary	63
Chapter 4 Measurements of private benefits from control of China's listed corporations and analysis the factors affecting them	64
§ 1.Reviews of the approaches measuring private benefits from control	64
§ 2.Measurements of private benefits from control of China's listed corporations	67
§ 3.Factors affecting the size of private benefits from control in China.....	75
§ 4.Summary	80
Chapter 5 Effects that private benefits of control impact on corporate efficiency:	

Examples from listed corporations in China.....	82
§ 1.Are private benefits of control bad	82
§ 2.The efficiency of private benefits of control :A theoretical model	86
§ 3.Private benefits of control and corporate efficiency:Emperical study	89
§ 4.Summary	97
Chapter 6 Private benefits of control of listed corporations, investor protection and financial development	98
§ 1.Reviews of the researches on private benefits of control,investor protection and equity markets development	98
§ 2.Private benefits of control, investor protection and equity markets development: A theoretical model	102
§ 3. Emperical study on private benefits of control and financial development..	105
§ 4. Summary	109
Chapter 7 Conclusion and suggestion	110
§ 1.Conclusions.....	110
§ 2.Suggestions	111
§ 3.Limitations and future research	114
References	115
Postscript	122

导 论

一、研究背景

Berle&Means（1932）提出现代公司的主要特征是股权分散导致所有权与控制权的分离。Jensen&Meckling（1976）基于委托代理框架研究了公司内部管理者与外部分散的股东之间的冲突。Shleifer &Vishny（1997）以及 LaPorta, Lopez-de-Silanes, Shleifer（1999，后文称为 LLS，1999）等研究发现，在欧洲及东亚国家和地区的公司中普遍存在着控制性股东，这些控制性股东往往通过金字塔结构、二元股份（dual-class shares）等方式强化其对公司的控制，从而使控制性股东的控制权与所有权产生分离（Claessens et al, 2000; Faccio &Lang, 2002）。由于控制性股东在公司中行使的控制能力和决策能力往往超过其应承担的责任和义务，因此产生了控制性股东与中小股东之间的代理冲突，也就是说，控制性股东有能力和动机侵害中小股东的利益。Johnson et al.（2000）认为控制性股东可以通过对上市公司“掏空”（tunneling，也有译为隧道挖掘）来获取控制权私人利益，而 Friedman et al.（2003）则指出，在某些情况下，控制性股东也可能利用自身的资源对上市公司进行“利益输送”（propping，也有译为支持或支撑）以维持上市公司的经营。理论研究中一般把公司内部管理者与外部分散的股东之间的冲突称为第一类代理问题，把控制性股东与中小股东之间的利益冲突称为第二类代理问题。

Grossman&Hart（1988）正式提出控制权私利（private benefits of control）的概念。Barclay &Holderness（1989）第一次对控制权私利进行了系统研究。Barclay &Holderness（1989）、Zingales（1994）分别用大宗股票交易溢价法和投票权溢价法计量了控制性股东所获取的控制权私利的规模。Dyck &Zingales（2004）对世界主要国家的控制权私利规模进行了比较研究，认为所有权结构和法律机制对控制权私利的规模影响很大。Hwang（2005）研究了控制权私利对公司业绩、投资政策和财务政策的影响。

在我国上市公司中，普遍存在着大股东控制的情形。唐宗明和蒋位（2002）、叶康涛（2003）、施东晖（2003）以及马忠（2007）等在借鉴国外研究方法的基

基础上，测度了我国上市公司的控制权私利规模，并分析了影响控制权私利规模的因素。但是，在对国内既有文献进行梳理过程中发现，关于控制权私利的研究主要散见于关于公司所有权、控制权以及投资者保护等文献中，对控制权私利进行系统深入研究的文献很少。事实上，作为上市公司控制性股东与中小股东冲突的焦点，控制权私利既涉及到公司内部的股权结构、治理机制等，也涉及到外部的监管环境、市场竞争等，是公司金融研究的一个新的切入点。因此，探讨控制权私利的规模及其影响因素，研究分析它对公司效率乃至金融（股票市场）发展的影响是本文的主要内容。

二、研究的问题

本文研究的主要问题是，我国上市公司控制权私利及其对公司效率、金融发展的影响。对这一问题的研究主要涉及这几方面：一、对我国上市公司控制权私利的规模进行测定；二是分析影响我国上市公司控制权私利规模的因素；三是研究控制权私利对公司效率的影响；四是探讨控制权私利对金融发展的影响。

这几方面的逻辑关系是，对我国上市公司控制权私利的研究旨在揭示控制性股东和中小股东之间的利益关系。控制性股东和中小股东之间的代理问题是研究其他三个问题的基础，即，控制性股东与中小股东之间利益冲突的基本特征是前者以后者的利益为代价谋取控制权私利。在测定控制权私利规模的前提下，研究控制权私利的影响和决定因素也就成为题中应有之义。从控制权私利本身来看，它由控制性股东独享，但又属于公司总价值的一个部分，它的规模及其实现形式势必对公司行为和公司效率产生影响。由于公司是股票市场乃至现代经济金融的细胞，控制权私利对公司效率的影响也必然会对金融（股票市场）发展产生影响。因此，对第三、四个问题的研究是前面第一个问题的自然延伸和扩展。

三、研究意义

研究我国上市公司控制权私利及其对公司效率、金融发展的影响，笔者认为主要有两个方面的意义：

首先，从理论角度看，关于控制权私利的研究有助于廓清一些公司金融理论的基础性问题，例如，上市公司所有权结构与控制权私利的关系，关于控制权私

利的价值判断（包括它对微观主体上市公司以及宏观金融指标的影响等）。关于这些问题的探讨对丰富我们的公司金融理论研究无疑有着十分积极的意义。而且，中国作为最大的发展中国家和转轨经济体，有着广阔的发展前景，同时又有着非常鲜明的、不同于传统西方国家发展轨迹的特征，许多问题难以直接用西方成熟理论进行解释。随着中国经济的迅速发展，中国经济金融发展正吸引着越来越多的来自国际研究者的目光。目前国内国外对中国问题的研究方兴未艾，研究兴趣与日俱增，研究成果日渐丰富。本文的研究希望能够在一定程度上为发展、构建和繁荣中国的公司金融理论大厦添一块砖。

其次，从实践角度看，研究上市公司控制权私利有助于分析公司所有权结构对公司治理以及公司效率的影响，有助于全面认识我国上市公司的“一股独大”问题，同时，研究上市公司控制权私利有助于进一步了解控制性股东对中小股东的侵害，为健全和完善我国投资者保护机制、推动我国金融（股票市场）健康发展提供切实可行的建议。

四、研究思路与文章框架

本文研究循着前面提出的问题而展开。作为整个研究的落脚点和基础，笔者首先从理论和实证两个角度给出上市公司控制权私利的存在性，分析控制性股东获取控制权私利的主要手段和途径。在此基础上，对我国上市公司控制权私利的规模进行度量测定，探讨其决定影响因素。接着从微观和宏观两个层面剖析控制权私利在经济金融发展中的作用，进而提出相应的政策建议。

基于这样的研究思路，本文共分 7 章，论文结构和主要内容如下安排：

导论。主要交待文章的研究背景和问题，研究意义，研究思路与文章框架以及主要创新等。

第一章，控制权以及控制权私利的理论基础。贯穿本文始终的是委托代理理论。现代企业理论的主流分析方法是不完全合同分析方法。本章在介绍上述两大理论的基础上，对公司治理理论研究文献进行归纳总结，分别从以下两个角度予以综述，分散所有权情形下的所有权与控制权问题：Berle-Means 范式；集中所有权情形下的所有权与控制权问题：LLSV 范式。控制权私利正是 LLSV 范式研究的一个主要视角。

第二章，控制权私利的测度及其影响因素。在第一章相关理论综述基础上，本章对控制权私利的实证研究进行综述，重点放在控制权私利规模的度量及其影响因素的分析上。

第三章对我国上市公司制度背景进行了描述。指出由于制度和历史原因，我国上市公司所有权结构和控制权配置存在着股权集中、国有股一股独大、所有权与控制权两权分离、董事长总经理两职合一等特征，并对各类股东的行为特征以及控制权市场特征作了简要归纳。

第四章是我国上市公司控制权私利的测度以及影响因素分析。在简单回顾既有控制权私利规模计算的基础上，设定模型，运用我国 1997 年至 2006 年间上市公司控制权交易的数据对我国上市公司控制权私利规模进行度量测定，利用多元回归分析控制权私利的影响因素。

第五章，控制权私利对公司效率的影响：以中国上市公司为例。本章在总结回顾影响公司效率文献的基础上，先通过模型构建分析控制权私利对公司效率的影响，然后借鉴 Hwang（2005）的方法对我国上市公司控制权私利与公司效率之间的关系进行实证分析。

第六章，控制权私利、投资者保护与金融发展。金融发展理论自麦金农和萧之后发展非常迅速，文献十分丰富。本章简单回顾控制权私利、投资者保护与金融（股票市场）发展的相关文献，建立一个简单的理论模型描述控制权私利与金融（股票市场）发展的关系，最后运用前面计算得到的我国上市公司控制权私利数据，实证分析控制权私利对金融（股票市场）发展的影响。

第七章是研究结论及政策建议。根据前面章节理论分析和实证检验得到的研究结论，归纳出对我国未来公司治理和股票市场发展的建议。最后就文章存在的不足以及今后研究的方向作了说明。

本文的框架结构见图 0—1。

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库